

红日药业（300026.SZ）-2022 年三季报点评

国标颁布偏缓，配方颗粒承压

增持

核心观点

前三季度业绩承压。2022 前三季度公司实现营收 49.00 亿元（-10.68%），归母净利润 4.70 亿元（-26.15%），扣非归母净利润 4.10 亿元（-34.10%）。其中三季度单季营收 15.89 亿元（-20.58%），归母净利润 1.18 亿元（-40.63%），扣非归母净利润 0.99 亿元（-50.00%）。前三季度营收、利润均同比下滑，利润端下滑幅度大于收入端。

配方颗粒国标颁布缓慢，品种仍存不足，业务恢复不及预期。目前国标品种仅颁布实施 200 个，而 5 月份公示的 50 个国标仍未正式颁布，导致近两月公司在国标备案上未有较大进展；省标方面，各省品种数量、品种参数等存在较大差异且互认度低，给省标备案带来困难。省标备案难度较大叠加国标颁布缓慢导致公司可销售的新品种数不足，销量受到较大影响，业务恢复缓慢。

配方颗粒长期前景广阔，有望迎来数倍扩容。自 2021 年试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔，作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续国标品种颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，有望于 2023 年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。

产品线丰富，全产业链布局。公司以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，业务横跨成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链等六大领域。随着业务领域拓展，公司从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。

风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险

投资建议：国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，给与“增持”。

配方颗粒国标颁布势在必行，标准制定和发布将提速，随着年底和明年国标陆续出台，业务将迎来拐点，获得强势恢复。预计 2022-2024 年收入 65.66/81.33/98.02 亿元，同比增速-14.40%/+23.87%/+20.52%，归母净利润 5.53/7.13/9.39 亿元，同比增速-19.50%/+28.86%/+31.66%，当前股价对应 PE=37/29/22x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 7.10-8.22 元，考虑到公司是配方颗粒领先企业，成品药、医疗器械等多业务布局完善，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,566	8,133	9,802
(+/-%)	29.7%	18.2%	-14.4%	23.9%	20.5%
净利润(百万元)	573	687	553	713	939
(+/-%)	42.4%	19.9%	-19.5%	28.9%	31.7%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31
EBIT Margin	11.8%	14.3%	10.3%	11.2%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	8.8%	6.8%	8.2%	10.0%
市盈率 (PE)	36.2	30.2	37.5	29.1	22.1
EV/EBITDA	24.6	18.6	24.8	19.6	16.0
市净率 (PB)	2.88	2.67	2.53	2.38	2.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

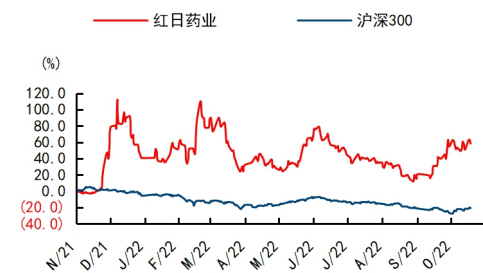
chenyingling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	7.10 - 8.22 元
收盘价	6.90 元
总市值/流通市值	20728/18623 百万元
52 周最高价/最低价	9.90/4.12 元
近 3 个月日均成交额	513.86 百万元

市场走势

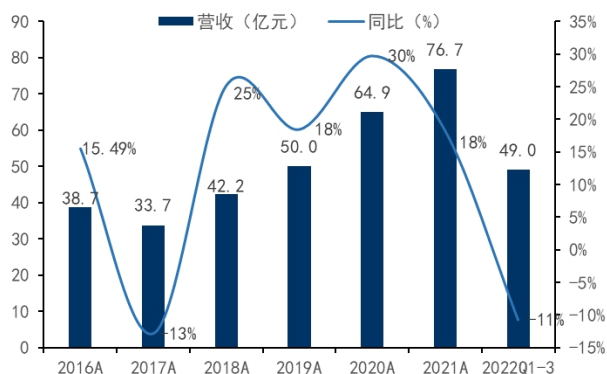


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

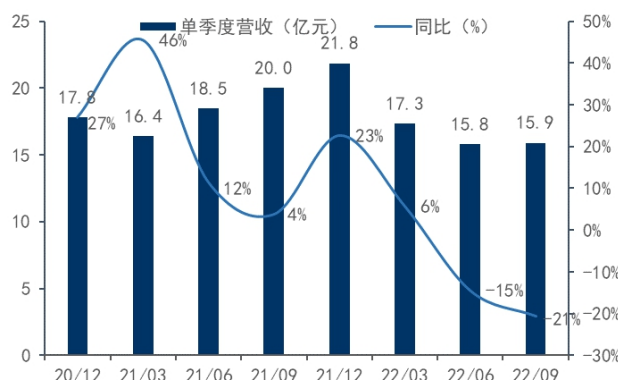
配方颗粒恢复略显疲弱，业绩仍承压。2022 前三季度公司实现营收 49.00 亿元（-10.68%），归母净利润 4.70 亿元（-26.15%），扣非归母净利润 4.10 亿元（-34.10%）。其中三季度单季营收 15.89 亿元（-20.58%），归母净利润 1.18 亿元（-40.63%），扣非归母净利润 0.99 亿元（-50.00%）。前三季度营收、利润均同比下滑，利润端下滑幅度大于收入端。由于去年基数较高，第三季度同比下滑幅度更大，核心业务配方颗粒因新标品种有限恢复不及预期，叠加高值耗材集采对智慧供应链板块的冲击，Q3 环比增长不明显，业绩仍承压。

图1：红日药业营业收入及增速（单位：亿元、%）



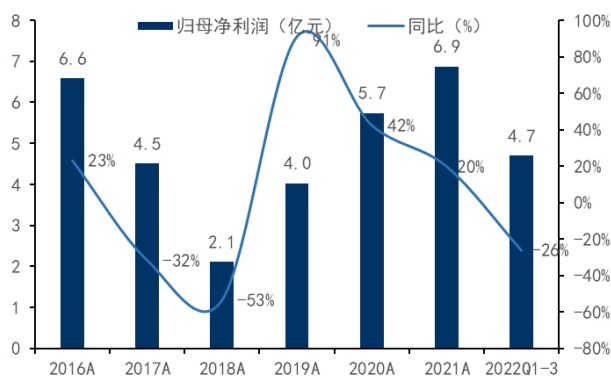
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：红日药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



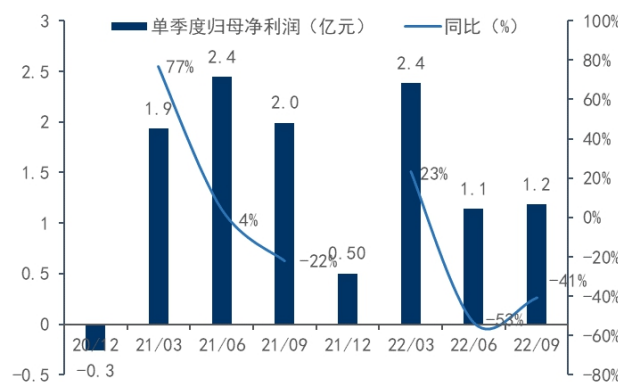
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：红日药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

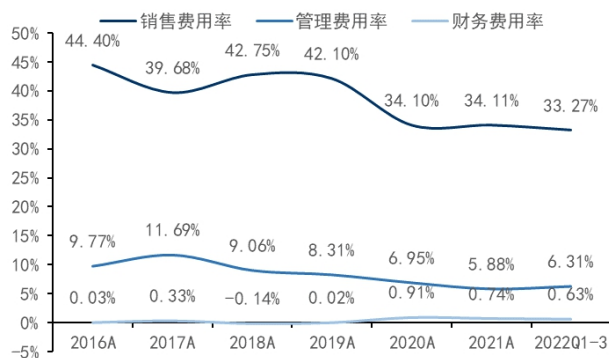
图4：红日药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：20/12 单季度归母净利润亏损收窄，21/12 由负转正

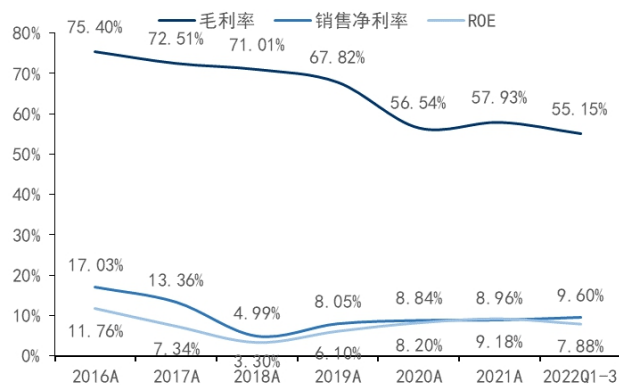
费用率上升，利润率下降。2022 前三季度公司毛利率 55.15%，由于收入结构变化，较去年同期上升 0.22pp，销售/管理费用率分别为 33.27%/6.31%，由于收入体量下滑，固定费用没有得到有效分摊，销售/管理费用率分别较去年同期上升 2.03pp/0.61pp。研发投入力度加大，持续进行配方颗粒国省标以及创新药等方面研究，2022 前三季度研发费用 1.76 亿元，同比上升 53%，研发费用率 3.21%，较去年同期上升 0.85pp。费用率上升快于毛利率上升，导致净利率水平降低，净利率 9.6%，较去年同期下降 2.01pp。

图5: 红日药业三费情况 (%)



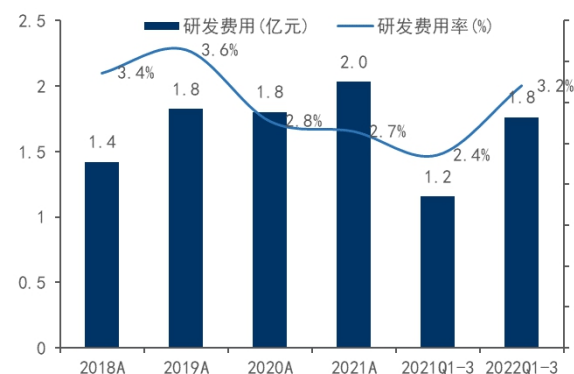
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 红日药业利润率情况 (%)



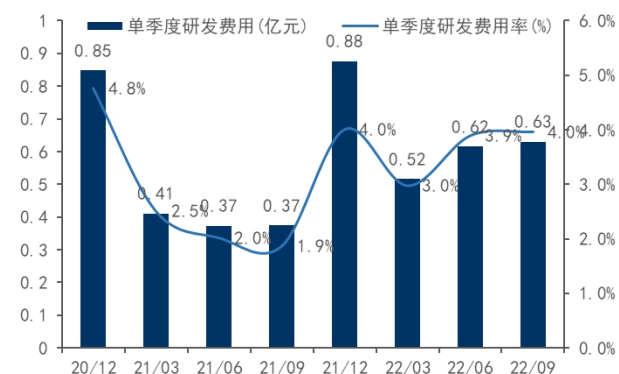
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 红日药业研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 红日药业单季度研发费用情况

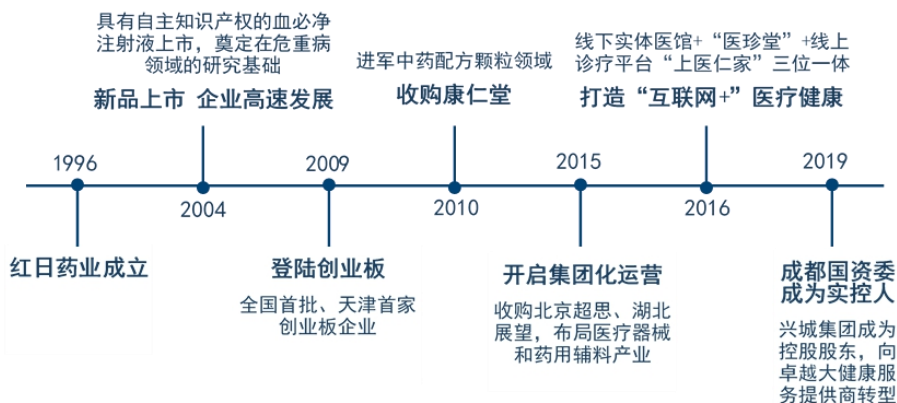


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

红日药业是中药配方颗粒领先企业

从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。红日药业成立于1996年，中药企业起步，2004年推出具有自主知识产权的血必净注射液，以确切疗效显著降低了患者的病死率，奠定了在危重病领域的研究基础，逐步形成了创新产品群，企业进入高速发展阶段；2009年上市，实现资本驱动，成为全国首批、天津首家登录创业板的企业；2010年收购康仁堂，进军中药配方颗粒领域，是全国最早试点生产配方颗粒的六家企业之一，行业地位领先；2015年，连续收购北京超思和湖北展望，获得医疗器械和药用辅料领域的竞争优势，开启集团化运营，布局全产业链；2016年，抓住互联网发展机遇，潜心打造“互联网+”医疗健康管理服务，依托中医资源，实现线下实体医馆+“医珍堂”+线上诊疗平台“上医仁家”三位一体；2019年，兴城集团成为控股股东，成都国资委成为实控人，发挥和兴城集团的协同效应，从优质的中医药制造商向卓越的大健康服务提供商不断转型升级。

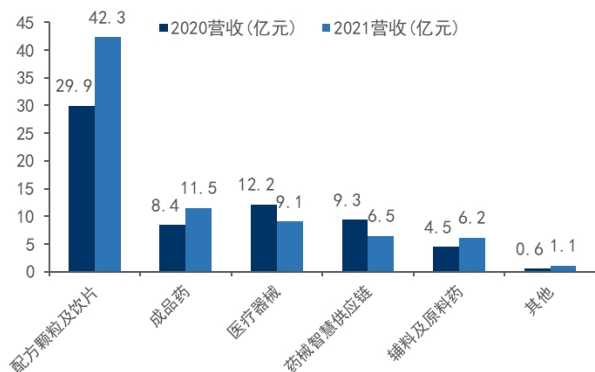
图9：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

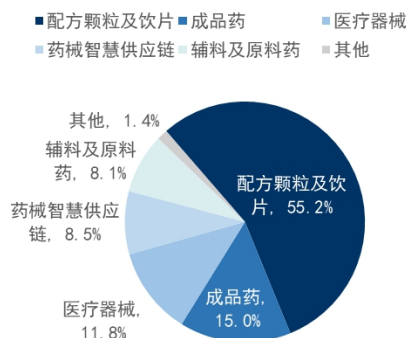
布局六大板块，全产业链运营。公司自成立以来，以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，目前已发展成为横跨**成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链**等六大领域，集投融资、研发、生产、销售于一体的高科技医药健康产业集群。

图10: 红日药业 2020 和 2021 年各业务营收情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 红日药业 2021 年各业务营收占比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

配方颗粒是公司核心业务，旗下康仁堂处于行业领先地位。2021 年红日药业中药配方颗粒业务收入 42.3 亿元，占总营收的比例为 55.2%，为公司最核心的业务板块。康仁堂是红日药业旗下从事配方颗粒业务的主要公司，业务重点在北京地区，并背靠北京，辐射全国，是首批中药配方颗粒生产试点的六家企业之一，具备先发优势，与华润三九、新绿色处于行业第二梯队，共占据约一半市场份额。

图12: 配方颗粒行业竞争格局（2021 年）



资料来源: 公司公告、wind，国信证券经济研究所整理、估算

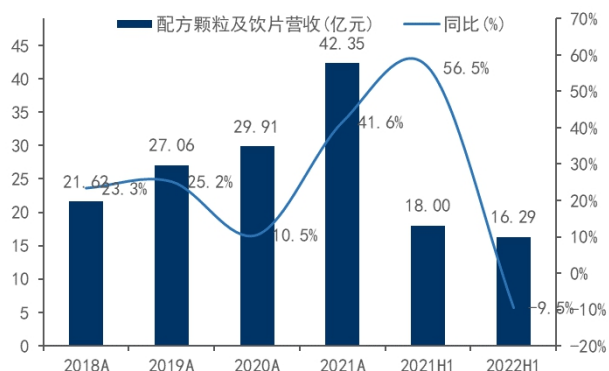
*中国中药、红日药业、培力农本方营收数据来源于公司公告，市场份额为国信证券经济研究所估算

配方颗粒标准切换，业务短期受挫。配方颗粒行业处于标准切换阵痛期，2021 年 11 月起不得生产企标品种，而新标品种数不足，医生组方受到较大限制，导致配方颗粒行业整体销量下滑，2022H1 公司营收配方颗粒及饮片板块营收同比下降 9.5%，标准提升导致成本上扬，毛利率较去年同期下降 3.31pp。

配方颗粒国标颁布缓慢，品种仍存不足，业务恢复不及预期。公司积极推进配方颗粒备案，国标方面，目前国标品种仅颁布实施 200 个，公司 8 月底在各省的国标备案已接近饱和，而 5 月份公示的 50 个国标仍未正式颁布，导致近两月公司在国标备案上未有较大进展；省标方面，各省品种数量、品种参数等存在一定差异，给省标备案带来困难，公司在北京等优势地区备案进展顺利，部分地区仍进展缓慢。省标备案难度较大叠加国标颁布缓慢导致公司可销售的新标品种数不足，对于等级医院而言，通常需要 300 个以上的常用品种才能满足 70-80%以上的组方需求，而截至 9 月底，公司在 25 个省份备案的国省标品种数仍未超过 300 个，销量

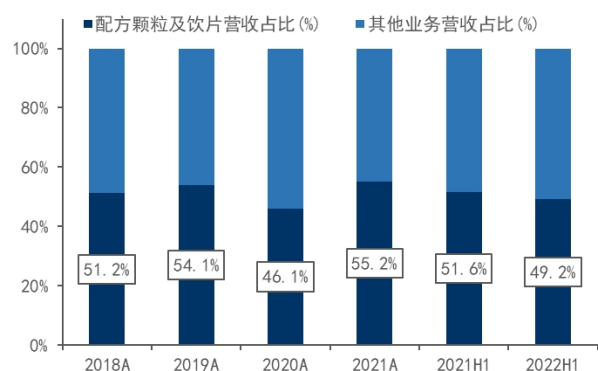
受到较大影响，业务恢复缓慢。

图13: 红日药业配方颗粒及饮片板块营收情况



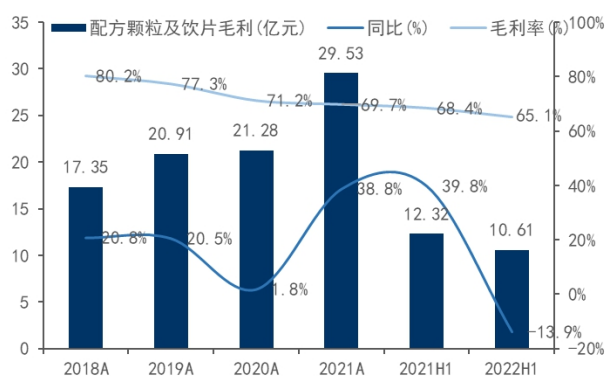
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 红日药业配方颗粒及饮片板块营收占比情况



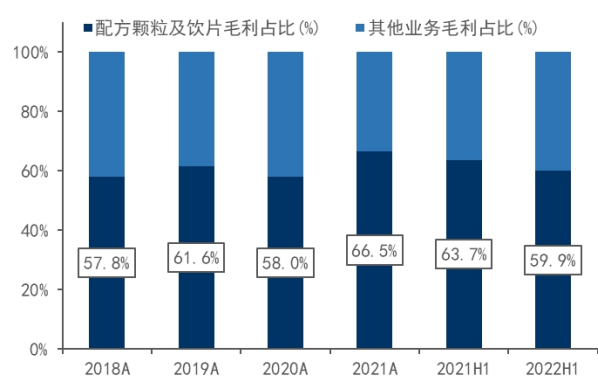
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 红日药业配方颗粒及饮片板块毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 红日药业配方颗粒及饮片板块毛利占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

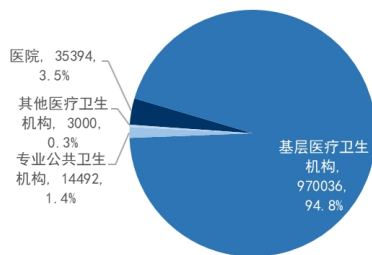
表1：红日药业 8 月底和 9 月底配方颗粒备案情况

省份	国标+省标		国标		省标	
	8 月底	9 月底	8 月底	9 月底	8 月底	9 月底
北京	400	429 (+29)	196	196	204	233 (+29)
西藏	398	398	195	195	203	203
广东	296	317 (+21)	194	195 (+1)	102	122 (+20)
安徽	313	316 (+3)	195	195	118	121 (+3)
陕西	301	303 (+2)	193	194 (+1)	108	109 (+1)
海南	250	302 (+52)	195	195	55	107 (+52)
青海	284	299 (+15)	195	195	89	104 (+15)
云南	252	291 (+39)	195	195	57	96 (+39)
甘肃	249	290 (+41)	195	195	54	95 (+41)
河南	265	286 (+21)	195	195	70	91 (+21)
江西	286	286	193	193	93	93
山东	283	285 (+2)	195	196 (+1)	88	89 (+1)
宁夏	259	285 (+26)	195	195	64	90 (+26)
辽宁	277	285 (+8)	195	195	82	90 (+8)
四川	255	284 (+29)	193	195 (+2)	62	89 (+27)
河北	282	282	195	195	87	87
江苏	242	281 (+39)	194	194	48	87 (+39)
天津	238	280 (+42)	193	194 (+1)	45	86 (+41)
黑龙江	263	279 (+16)	195	195	68	84 (+16)
重庆	250	278 (+28)	194	195 (+1)	56	83 (+27)
湖北	246	274 (+28)	192	193 (+1)	54	81 (+27)
内蒙古	253	256 (+3)	195	195	58	61 (+3)
吉林	242	252 (+10)	195	195	47	57 (+10)
福建	234	243 (+9)	195	195	39	48 (+9)
山西	233	234 (+1)	193	194 (+1)	40	40
贵州	214	214	195	195	19	19
上海	195	195	195	195	0	0
广西	194	194	194	194	0	0
湖南	0	194 (+194)	0	194 (+194)	0	0
新疆	194	194	194	194	0	0
浙江	177	181 (+4)	177	180 (+3)	0	1 (+1)

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：8 月底备案数为 2022/8/25 日统计数据，9 月底备案数为 2022/9/27 日统计数据，括号里为 9 月底相较 8 月底新增备案记录数

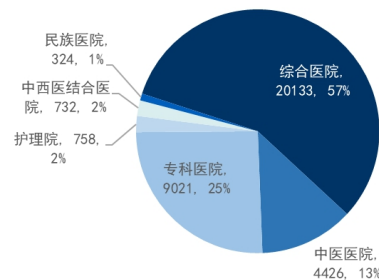
配方颗粒长期前景广阔，有望迎来数倍扩容。根据《中国统计年鉴（2021 年）》，截至 2020 年末，我国卫生机构（含医院）102.2 万家，基层医疗卫生机构 9.7 万家，医院 3.5 万家。其中：综合医院 20133 家、专科医院 9021 家、中医医院 4426 家，预计二级及其以上中医院数量仅为 2500 家左右。自 2021 年试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔，作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续国标的颁布实施，行业将逐步恢复，有望于明年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。

图 17：中国医疗机构分布（家，%）



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，国信证券经济研究所整理

图 18：红日药业配方颗粒及饮片板块毛利占比情况



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，国信证券经济研究所整理

成品药：血必净市场空间广阔，持续进行研发投入。公司坚持自主创新为主和仿创结合的总体思路，优选靶点和品种，持续加强创新及临床能力建设，推动新技术、新工艺和新产品的应用开发和市场转化工作。主要产品为血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液等。其中具有独立知识产权的血必净注射液填补了世界脓毒症治疗领域的空白，新冠肺炎救治中，因其明确的重症患者临床疗效，入选中国方案“三药三方”、多版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》并向世界推广，且 2021 年顺利续约谈判进入医保，广阔的市场空间等待开拓以支撑业绩增长。公司还拥有重症领域创新药 KB、抗肿瘤 PD-L1 等 5 个 1 类新药，在研项目 30 余个，已申报 CDE 等待评审 5 余个项目，临床研究阶段 2 个，有效专利 500 余项。公司未来仍将继续践行创新研发，不断将创新成果产业化。

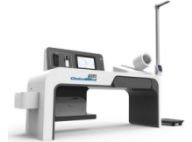
表 2：公司主要研究项目进展

药品名称	适应症	所属类别	所处阶段	进展情况
KB	脓毒症的治疗	化药 1.1 类	II b 临床研究	在全国 40 多家医院开展 II b 临床研究，目前临床试验进展顺利
PTS	抗肿瘤	化药 1.1 类	目前正在审评	完成国家局现考，正在 CDE 审评过程
抗丙肝一类化学新药	丙型肝炎的治疗	化药 1.1 类	临床申报前研究	IND 申报前的研究
ML-4000	非甾体抗炎药，用于关节炎	化药 1.1 类	临床申报前研究	IND 申报前的研究
艾姆地芬片（PD-L1）	抗肿瘤药	化药 1.1 类	I 临床研究阶段	完成预定 4 个剂量组耐受性试验，启动扩展试验
胸腺法新及其制剂	免疫调节剂	化药 6+6	已取得生产批件	
安立生坦及其制剂	治疗有 WHO II 级或 III 级症状的肺动脉高压患者（WHO 组 1），用以改善运动能力和延缓临床恶化	化药 3+6	排队待审评	CDE 排队待审评
醋酸特利加压素及其制剂	用于肝硬化并发症（食管胃静脉曲张出血、肝肾综合征、腹水）的治疗，同时还适用于泌尿生殖道及其他腹腔脏器出血、感染性休克、烧伤、急性肝功能衰竭、心脏骤停等	化药 4+4	发补研究中	发补研究中
依诺肝素钠注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	化药 4	已取得生产批件	
那屈肝素钙注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	化药 4	已取得生产批件	
2-乙基-1,3-己二醇	辅料	备案	目前正在审评	CDE 审评过程
癸二酸	辅料	备案	目前正在审评	CDE 审评过程

资料来源：公司 2022 半年报，国信证券经济研究所整理

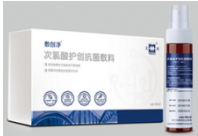
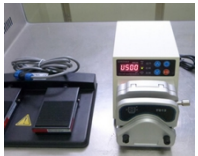
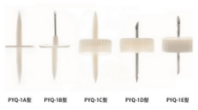
医疗器械：不断丰富产品线，开拓国际市场。北京超思与兰州汶河为公司医疗器械板块主要子公司。北京超思依托血氧系列产品，打造居家养老和基层医疗新模式，获得了世界上四个国家政府部门（加拿大 HC、美国 FDA、巴西 ANVISA、日本 MHLW 和 PMDA）的认可，拥有海外产品注册证及出口销售许可 110 项，国内产品注册证 42 项，国际市场开拓顺利。兰州汶河主要从事与医用高分子耗材相关的医疗器械研发及推广，并逐步拓展到药食同源为基材的食品类产品。公司在研产品和在研技术开发储备项目丰富，未来将通过自主研发与校企合作等模式，强化技术开发与储备，加快新品研发与认证上市。

表3: 公司医疗器械板块主要产品 (1)

公司	类别	产品	产品描述	进展情况
超思	互联网医疗产品解决方案	多参数随诊检测仪 ITB8000 系列	新一代平板式移动医疗智能终端产品,由智能检测设备主机和相关医用级检测设备共同集成,是一款数字化、智能化、高性能、多扩展的检测系统平台。可用于家庭健康检测,全科医生随访,慢病管理,家庭医生签约,养护中心健康检测,乡村卫生室,社区健康中心,乡镇社区医院,国家基础公共卫生服务等	
超思	互联网医疗产品解决方案	健康管理智慧终端	新一代自助式健康检测智能终端产品,将医用常规生理参数测量模块与人性化操作平台相结合,搭载互联网平台组成一款人体生理参数健康管理终端,不仅能检测常规的健康数据,还能拓展多项外接设备,并将采集到的数据通过多种通讯方式上传至健康信息平台,建立长久的居民健康档案。可应用于不同行业、不同渠道的健康管理服务领域	
超思	呼吸产品解决方案	便携式多参数监护仪 MD2000C	新型电源/电池驱动型生命体征监护仪,功能强大,操作简单,携带方便,可为专业的医护人员提供一系列的测量结果,适用于床旁监护、移动查房及门诊	
超思	呼吸产品解决方案	指夹血氧仪 MD300C1218R	可提供无创、高效、精准的血氧、脉率及呼吸率检测,实时反馈用户呼吸循环系统的正常与否	
超思	呼吸产品解决方案	超思红外体温计 CFT-308C	一款测量人体的高灵敏度的红外额温计,非接触测量,避免交叉感染,年龄区分功能让你不再去猜测是否发烧	
超思	血管产品解决方案	手持式心电检测仪 MD100A12-B	蓝牙版手持式心电检测仪,采用 30 秒快速测量方式实时记录心脏情况,捕捉异常波形,对心电波形和心率生理参数进行检测和记录,为就医提供参考	
超思	血管产品解决方案	笔式心率检测仪 MD100P10	采用 30 秒快速测量方式实时记录心脏情况,对心电波形和心率生理参数的检测和记录,也可为医护人员提供临床参考。产品笔式设计新颖,外形出众,小巧、轻便易于携带,界面友好、操作	
超思	血管产品解决方案	无线心电记录仪 MD100C	可通过及时的测量来掌握用户的心脏状况并提供准确的心电检测数据和分析结果,通过有规律且频繁的检测心脏健康状况可以帮助用户和医生及早察觉潜在的危险因素,并及时做出相应的对策,让用户时刻了解自己的心脏健康状况。	
超思	睡眠产品解决方案及其他	腕式血氧仪 MD300W628/MD300W628R	实时监测血氧饱和度、脉率、呼吸率,配备三种探头,适合不同应用场景,监测数据可通过蓝牙进行无线数据传输,守护您的睡眠&呼吸健康	
超思	睡眠产品解决方案及其他	兰津灵次氯酸消毒液	是一种杀灭病原菌的天然液体,具有快速杀菌及残留量低等特征,2017 年 WHO 正式推荐并将“次氯酸水”纳入临床清创的指导产品。超思兰津灵次氯酸消毒液适用于物体表面消毒、皮肤消毒、创面创口消毒(黏膜消毒仅限于医疗卫生机构诊疗使用)	

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表4：公司医疗器械板块主要产品（2）

公司	类别	产品	产品描述	进展情况
汶河	耗材	敷创净™) 次氯酸护创抗菌敷料	次氯酸、独立喷雾头。直接使用清洁创伤、组织、粘膜	
汶河	耗材	一次性使用鼻氧管	氧气接头、输氧管、鼻塞。多种型号配置满足普通吸氧	
汶河	耗材	一次性使用氧气湿化器	湿化瓶、瓶盖、湿化用水、气泡发生器组件、出氧嘴、鼻导管。整体配置，方便使用	
汶河	配药设备	医用配药抽吸泵	精密配药主机、泵头、脚踏开关专用配药机器。用于自动充液，定量排液，精密配药	
汶河	耗材	一次性使用无菌配(溶)药器	金属置换针、护帽。高低位双开孔，加速混合溶解药物，最大限度减少药物残留	
汶河	耗材	一次性使用吸氧面罩	成人型、儿童型、气切型吸氧面罩。用于不同病人，常规吸氧	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

原辅料：积极推进合作，国内外布局。公司精准把握市场需求，整合研发资源，除自研项目外，持续加强与客户、科研机构的合作，已与超过 29 家药企/CRO 公司、近 20 家高校及科研院所达到合作，为新产品的持续推出和市场覆盖率提升奠定良好基础。旗下展望药业、亿诺瑞、万泰药业为原辅料板块主要子公司。**展望药业**研发生产的有 23 个药用辅料品种，9 个原料药品种及 6 个食品添加剂，形成了以药用辅料为主，原料药、食品添加剂三大系列产品的综合性大型医药生产企业。**亿诺瑞**专注肝素和分级低分子肝素原料药，已取得中国、美国、德国、俄罗斯、土耳其等 5 个国内外 GMP 证书，产品行销亚、欧、美十余个国家；**万泰医药**是中国聚丙烯酸树脂产品生产、供应商。

图 19：公司原辅料板块主要子公司



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

药械智慧供应链：短期受高值耗材集采影响。药械智慧供应链方面，全资子公司正康医疗科技组建 SPD 技术自主研发团队与运营服务团队，为客户提供符合智慧医院建设要求的数字化、一体化整体解决方案，在器械销售业务方面，影像设备和植入介入类医用耗材是正康医疗科技布局全国的重要支撑产品。在高值耗材集采下，业务短期受到影响，公司将积极调整业务结构，确定发展方向，推动业务回归正轨。

医疗健康服务：线上线下布局，为其他业务引流。子公司东方康圣抓住互联网发展浪潮，依托优质中医师资源，特设线下全国实体连锁中医馆“上医仁家中医馆”，线上中医互联网服务平台“上医仁家”以及“红日上医（中医生集团）”。通过打造线上线下立体化中医全产业链模式，为用户提供中医全疗程健康服务，形成引流就诊和药械销售闭环，行业发展前景可期。

盈利预测

假设前提

我们的的盈利预测基于以下假设条件：

中药配方颗粒及饮片：中药配方颗粒行业处于标准切换阵痛期，新标品种数不足影响销量，2023 年国标品种数有望达到 350 个，国标颁布将促进业务恢复。饮片占比较少，且集采政策较友好，预计饮片业务将维持良好增长态势。

成品药：血必净注射液成功续约国谈，仍具有充足市场空间等待开拓，为业绩增长提供支撑。研发方面，公司持续加大创新研发，具有多个在研项目，未来新药上市后将进一步促进业务发展。预测未来成品药板块可维持每年两位数增长。

医疗器械：公司疫情之后国际业务拓展顺利，考虑到在研产品储备丰富，后续新品上市，取得认证并投入国际市场后，可较好促进业务增长。

药械智慧供应链：短期受到高值耗材集采影响，公司将积极调整业务发展方向，业务将趋于稳定。

原辅料：俄乌战争对出口的影响将逐渐减弱，考虑到原辅料行业客户粘性较强的特点，预计原辅料业务未来将维持较平稳增长。

表5：红日药业业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中药配方颗粒及饮片					
收入（亿元）	29.91	42.35	32.16	44.64	58.03
yoy	10.52%	41.60%	-24.05%	38.80%	30.00%
毛利率	71.16%	69.74%	64.90%	65.00%	65.00%
成品药					
收入（亿元）	8.42	11.52	12.90	14.45	16.18
yoy	-20.60%	36.74%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	75.41%	70.49%	71.00%	71.00%	71.00%
医疗器械产品					
收入（亿元）	12.16	9.06	6.80	7.34	7.93
yoy	85.61%	-25.46%	-25.00%	8.00%	8.00%
毛利率	47.57%	39.90%	40.00%	40.00%	40.00%
药械智慧供应链					
收入（亿元）	9.35	6.49	6.62	6.96	7.30
yoy		-30.52%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.63%	25.72%	17.00%	17.20%	17.20%
原辅料					
收入（亿元）	4.48	6.19	6.37	6.95	7.57
yoy	5.98%	38.27%	3.00%	9.00%	9.00%
毛利率	23.16%	23.16%	23.00%	23.00%	23.00%
其他					
	0.57	1.09	0.80	1.00	1.00
合计					
营收（亿元）	64.88	76.71	65.66	81.33	98.02
yoy	29.69%	18.22%	-14.40%	23.87%	20.52%
毛利率	56.54%	57.93%	54.00%	55.72%	56.82%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收 65.66/81.33/98.02 亿元，同比增速 -14.40%/+23.87%/+20.52%，毛利率分别为 54.00%/55.72%/56.82%。

未来 3 年业绩预测

表6：未来 3 年盈利预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6488	7671	6566	8133	9802
营业成本（百万元）	2820	3227	3020	3601	4233
销售费用（百万元）	2213	2616	2200	2773	3342
管理费用（百万元）	451	451	400	517	620
研发费用（百万元）	180	203	220	264	312
财务费用（百万元）	59	56	53	65	78
营业利润（百万元）	654	875	653	876	1156
利润总额（百万元）	683	854	653	876	1156
归母净利润（百万元）	573	687	553	713	939
归母净利润增速（百万元）	42.4%	19.9%	-19.5%	28.9%	31.7%
EPS（元）	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31
ROE	8.0%	8.8%	6.8%	8.2%	10.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2022-24 年营收 65.66/81.33/98.02 亿元，同比增速-14.40%/23.87%/20.52%，归母净利润 5.53/7.13/9.39 亿元，同比增速-19.50%/28.86%/31.66%。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表7：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,455	8,150	9,990
(+/-%)	29.7%	18.2%	-15.8%	26.3%	22.6%
净利润(百万元)	573	687	1048	1328	1701
(+/-%)	42.4%	19.9%	52.5%	26.7%	28.1%
每股收益（元）	0.19	0.23	0.35	0.44	0.57
中性预测					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,566	8,133	9,802
(+/-%)	29.7%	18.2%	-14.4%	23.9%	20.5%
净利润(百万元)	573	687	553	713	939
(+/-%)	42.4%	19.9%	-19.5%	28.9%	31.7%
每股收益（元）	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31
悲观预测					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,676	8,111	9,608
(+/-%)	29.7%	18.2%	-13.0%	21.5%	18.5%
净利润(百万元)	573	687	61	128	237
(+/-%)	42.4%	19.9%	-91.2%	111.3%	84.9%
每股收益（元）	0.19	0.23	0.02	0.04	0.08

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：7.41-8.50 元

基于公司完善的产业链布局以及中药配方颗粒行业的领先地位，预计 2022 年业绩短期承压，2023 年后随着配方颗粒国标品种数增多，行业渡过标准切换的阵痛期，将迎来业绩恢复增长的拐点。

表8：公司盈利预测假设条件（%）

公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	29.69%	18.22%	-14.40%	23.87%	20.52%	18.02%	15.52%
营业成本/营业收入	43.46%	42.07%	46.00%	44.28%	43.18%	42.98%	42.98%
管理费用/营业收入	6.56%	5.52%	5.90%	6.20%	6.20%	6.00%	5.80%
研发费用/营业收入	2.78%	2.65%	3.35%	3.25%	3.18%	2.98%	2.78%
销售费用/销售收入	34.10%	34.11%	33.50%	34.10%	34.10%	33.50%	32.90%
营业税及附加/营业收入	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	18.11%	21.46%	16.50%	19.50%	19.50%	19.50%	19.50%
股利分配比率	31.73%	22.96%	24.04%	26.25%	24.42%	24.90%	25.19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表9：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	0.93	T	16.50%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价	6.9	Ke	9.03%
发行在外股数	3004	E/(D+E)	91.29%
股票市值(E)	20729	D/(D+E)	8.71%
债务总额(D)	1979	WACC	8.63%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 7.41-8.50 元，对应市值区间为 223-255 亿元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
7. 92		8. 2%	8. 4%	8. 62%	8. 8%	9. 0%
永续增长率变化	2. 6%	9. 45	9. 01	8. 60	8. 23	7. 87
	2. 4%	9. 16	8. 75	8. 36	8. 00	7. 67
	2. 2%	8. 89	8. 50	8. 14	7. 79	7. 47
	2. 0%	8. 65	8. 27	7. 92	7. 60	7. 29
	1. 8%	8. 41	8. 06	7. 72	7. 41	7. 12
	1. 6%	8. 19	7. 85	7. 53	7. 24	6. 95
	1. 4%	7. 98	7. 66	7. 36	7. 07	6. 80

资料来源：国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2022-11-16

相对估值：6.79~7.94 元

基于中药配方颗粒未来市场空间广阔，业绩增长确定性较强，给予较高估值；成品药业务中血必净市场空间广阔，对业绩有较好支撑，给予 13-16 倍估值；医疗器械业务后续新品储备丰富，给予 17-20 倍估值；原辅料业务增速较稳定，客户粘性较强，给予 14-17 倍估值；药械智慧供应链业务利润较低，给予较低估值。合理估值区间为 204-239 亿元，对应股价区间 6.79-7.94 元。

表11：红日药业估值分析（以 2024 年净利润为基准）

业务	净利润（亿元）			估值倍数	估值区间	备注
	2022E	2023E	2024E			
中药配方颗粒及饮片	2.89	4.20	5.80	26~30	151~174	配方颗粒国标品种充足后迎来市场扩容黄金期
净利率	9.00%	9.40%	10.00%			
成品药	1.61	1.81	2.02	13~16	26~32	血必净具有良好市场空间；新药逐步上市
净利率	12.50%	12.50%	12.50%			
医疗器械产品	0.95	1.03	1.11	17~20	19~22	指甲式血氧仪在国际市场具备一定地位，并不断推出新品
净利率	14.00%	14.00%	14.00%			
药械智慧供应链	-0.30	0.07	0.07	8~13	0.6~0.9	配送行业较稳定，利润率低，短期容易受集采政策影响
净利率	-4.53%	1.00%	1.00%			
原辅料	0.45	0.49	0.53	14~17	7~9	原辅料行业增长较稳定，客户粘性较强
净利率	7.00%	7.00%	7.00%			
合计	5.53	7.13	9.39	22~25	204~239	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，给与“增持”评级。公司 2022 年因配方颗粒品种数不足业绩承压，但配方颗粒未来市场空间广阔，且作为中药现代化进程的重要一步，国标颁布势在必行，标准制定和发布将提速，随着年底和明年国标陆续出台，业务将迎来拐点，获得强势恢复。预计 2022-2024 年收入 65.66/81.33/98.02 亿元，同比增速 -14.40%/23.87%/20.52%，归母净利润 5.53/7.13/9.39 亿元，同比增速 -19.50%/28.86%/31.66%，当前股价对应 PE=37/29/22x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为 7.10-8.22 元，相较于当前股价有 2.9-19.2%溢价空间，考虑到公司是配方颗粒领先企业，成品药、医疗器械等多业务布局完善，增长稳健，有望随着配方颗粒业务恢复，带动业绩增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表 12: 可比公司估值表

代码	公司简称	2022/11/16 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	21A	22E	
300026.SZ	红日药业	6.90	207	0.23	0.18	0.24	0.31	34.22	37.46	29.07	22.08	8.84%		3.42		增持
002603.SZ	以岭药业	39.66	663	0.80	0.97	1.15	1.36	24.37	40.83	34.45	29.15	14.82%		1.97		买入
000999.SZ	华润三九	55.80	551	2.09	2.40	2.78	3.21	16.38	23.25	20.05	17.38	13.39%		1.48		买入
0570.HK	中国中药	4.08	205	0.38	0.25	0.41	0.49	11.01	14.64	8.96	7.44	9.80%		1.68		买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 以岭药业盈利预测为 wind 一致预期, 中国中药股价、市值单位为港元

风险提示

估值风险

我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

盈利预测的风险

包含但不限于：1) 配方颗粒标准出台、备案和产能跟进不及预期；2) 新品推出不及预期；3) 收购昆药集团整合情况不及预期。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司是最先试点生产配方颗粒的六家企业之一，随着2021年国家宣布配方颗粒试点结束，公司面临着更多企业入局的挑战，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

原材料价格波动风险：中药材价格一直受到宏观经济、行业政策、自然灾害、种植端与需求端市场信息不对称等多种因素影响，容易出现较大幅度的波动，从而对中药企业的生产成本产生影响。

政策风险

药品集中带量采购等政策影响：国家组织的药品带量采购已常态化开展，并鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品、耗材、医疗器械等开展集中带量采购工作。可能对公司成品药、药械智慧供应链板块收入及盈利能力造成一定影响。

其它风险

创新研发风险：药品研发周期长、投入大、失败率高，从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，将面临一定的新产品开发失败的风险。

疫情风险：新冠疫情反复可能会影响公司学术推广活动和配方颗粒、成品药的销售情况，使公司医疗端业务面临挑战。

地缘政治风险：公司原辅料和医疗器械板块中均含有出口业务，容易受到地缘政治影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1126	1316	2167	1820	2001	营业收入	6488	7671	6566	8133	9802
应收款项	2714	3567	2849	3571	4372	营业成本	2820	3227	3020	3601	4233
存货净额	1417	1305	1414	1614	1855	营业税金及附加	57	76	66	81	98
其他流动资产	457	618	485	610	750	销售费用	2213	2616	2200	2773	3342
流动资产合计	5714	6806	6915	7614	8978	管理费用	451	451	400	517	620
固定资产	2556	2783	3064	3324	3561	研发费用	180	203	220	264	312
无形资产及其他	232	314	301	289	276	财务费用	59	56	53	65	78
投资性房地产	1656	1680	1680	1680	1680	投资收益	2	(23)	(1)	(7)	(11)
长期股权投资	21	24	27	26	28	资产减值及公允价值变动	40	88	(4)	(4)	(4)
资产总计	10180	11607	11987	12933	14523	其他收入	(276)	(434)	(170)	(208)	(260)
短期借款及交易性金融负债	797	440	521	586	1132	营业利润	654	875	653	876	1156
应付款项	822	605	760	857	952	营业外净收支	29	(21)	0	0	0
其他流动负债	721	1014	721	957	1168	利润总额	683	854	653	876	1156
流动负债合计	2340	2058	2001	2400	3252	所得税费用	124	183	108	171	225
长期借款及应付债券	362	1458	1458	1458	1458	少数股东损益	(14)	(16)	(8)	(8)	(8)
其他长期负债	86	139	161	189	223	归属于母公司净利润	573	687	553	713	939
长期负债合计	448	1597	1619	1647	1681	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2788	3655	3620	4047	4933	净利润	573	687	553	713	939
少数股东权益	198	179	173	167	161	资产减值准备	(70)	65	28	14	15
股东权益	7194	7773	8193	8719	9428	折旧摊销	190	214	310	353	392
负债和股东权益总计	10180	11607	11987	12933	14523	公允价值变动损失	(40)	(88)	4	4	4
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	59	56	53	65	78
每股收益	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31	营运资本变动	(805)	(732)	655	(672)	(827)
每股红利	0.06	0.05	0.04	0.06	0.08	其它	60	(78)	(34)	(20)	(21)
每股净资产	2.39	2.59	2.73	2.90	3.14	经营活动现金流	(90)	69	1516	392	501
ROIC	8%	9%	5%	7%	8%	资本开支	0	(567)	(611)	(617)	(635)
ROE	8%	9%	7%	8%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	57%	58%	54%	56%	57%	投资活动现金流	7	(570)	(613)	(617)	(637)
EBIT Margin	12%	14%	10%	11%	12%	权益性融资	(18)	3	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	15%	16%	16%	负债净变化	317	491	0	0	0
收入增长	30%	18%	-14%	24%	21%	支付股利、利息	(182)	(158)	(133)	(187)	(229)
净利润增长率	42%	20%	-19%	29%	32%	其它融资现金流	(31)	22	81	65	547
资产负债率	29%	33%	32%	33%	35%	融资活动现金流	221	692	(52)	(122)	317
股息率	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	1.1%	现金净变动	138	190	851	(347)	182
P/E	36.2	30.2	37.5	29.1	22.1	货币资金的期初余额	988	1126	1316	2167	1820
P/B	2.9	2.7	2.5	2.4	2.2	货币资金的期末余额	1126	1316	2167	1820	2001
EV/EBITDA	24.6	18.6	24.8	19.6	16.0	企业自由现金流	0	(223)	916	(205)	(97)
						权益自由现金流	0	290	960	(173)	404

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032